

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

หลักในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์นั้น พื้นฐานมาจากแนวคิด การลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ที่เหมาะสมที่สุด คือเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือ เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำสุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง โดยรูปแบบของการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นจัดตามลักษณะเฉพาะ หรือจัดตามผลตอบแทนก่อนหน้า ต่างมีรูปแบบของที่มาที่แตกต่างกัน ซึ่งต่อไปนี้จะ เป็นแนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์: แบบจำลองมาร์คowitz (Markowitz's Model)

Markowitz (1952) ได้เสนอ Markowitz's Portfolio Theory โดยมีแนวความคิดว่า นักลงทุนทุกคนเป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averter) โดย Markowitz ได้อธิบายพฤติกรรมของนักลงทุน ดังนี้

1. นักลงทุนต้องการได้รับผลตอบแทนสูงที่สุดภายใต้ความเสี่ยงที่เท่ากัน หรือในระดับผลตอบแทนที่เท่ากัน แต่ระดับความเสี่ยงที่น้อยที่สุด
2. นักลงทุนจะพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างเท่าเทียมกัน กล่าวคือ หลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่เลือกลงทุน ถึงแม้ว่าจะมีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงไม่เท่ากัน แต่ก็สามารถหาความน่าจะเป็นเพื่อช่วยหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) หรือมีประสิทธิภาพสูงที่สุด (Efficient Frontier)
3. นักลงทุนแต่ละคนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใด ขึ้นอยู่กับการชอบความเสี่ยง ถ้านักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบความเสี่ยง (Risk Taker) ก็จะเลือกหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมาก และให้ผลตอบแทนสูง ในขณะที่นักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse Investor) ก็จะเลือกหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ
4. นักลงทุนจะพิจารณาผลตอบแทนที่คาดหวังเปรียบเทียบกับความเสี่ยงเพื่อช่วยในการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์

แนวคิด Markowitz เป็นแนวคิดหลักที่ได้รับความนิยมสูงสุด และถือเป็นรากฐานของทฤษฎีการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ ตามทฤษฎีของ Markowitz นั้น ยึดถือแนวทางการลงทุนในตลาดสมบูรณ์ และมีการกระจายข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ โดยนักลงทุนทุกคนจะลงทุนในกลุ่ม

หลักทรัพย์กลุ่มเดียวกัน คือ กลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (Market Portfolio) จากแนวคิดดังกล่าว พัฒนมาเป็นแนวคิดในการลงทุนตามทฤษฎีการกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ทฤษฎี CAPM ที่พัฒนามาจากแนวคิดของ Markowitz เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงตามทฤษฎีนี้จะถือว่าเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของตลาด (Market Risk) เพียงปัจจัยเดียวเท่านั้น ซึ่งต่อมา Fama และ French (1993) ได้เสนอแนวคิดใหม่ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือ กลุ่มหลักทรัพย์ว่าควรที่จะมีปัจจัยของความเสี่ยง 3 ปัจจัย คือ ปัจจัยความเสี่ยงของตลาดหรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (β) ปัจจัยความเสี่ยงจากขนาดของบริษัทหลักทรัพย์ และปัจจัยความเสี่ยงของการขยายตัวของธุรกิจ

การจัดกลุ่มตามลักษณะเฉพาะ

Fama และ French (1993) มีแนวคิดว่านอกเหนือจากสัมประสิทธิ์ค่าเบต้าในแบบจำลอง CAPM แล้วยังมีปัจจัยอีก 2 ปัจจัย คือ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่ต้องนำมาพิจารณาด้วย ในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุน จึงได้พัฒนาแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) มาประยุกต์เป็นแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model)

แนวความคิดตามแบบจำลอง 3 ปัจจัย (3 Factor Model) มาจากสมมติฐานของ Fama และ French เกี่ยวกับขนาดของกิจการ (Size of the firm) ที่ว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะได้เปรียบทั้งในด้านเทคนิค ในด้านการจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง ได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด ในขณะที่ธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีความเสียเปรียบมากกว่า จึงมีความเสี่ยงมากกว่า ทำให้นักลงทุนมีความคาดหวังในผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็กสูงกว่าหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญ ขนาดของกิจการ ความสามารถวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้น (Market Value) หรือมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) มาจากมูลค่าโดยรวมของหุ้นสามัญของบริษัทใด ๆ ที่คำนวณขึ้นโดยใช้ราคาตลาดของหุ้นนั้นคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนทั้งหมดของบริษัทดังกล่าว ตัวแปรสำคัญที่นำไปใช้จัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวคิดของ Fama และ French (1993) คือ มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book Value/Market Value) ตัวแปรนี้จะคำนวณมาจากมูลค่าตามบัญชีของหุ้น (Book Equity) ส่วนด้วยมูลค่าตลาด (Market Equity) ของหุ้นนั้น ซึ่งถ้ามูลค่าตลาดใหญ่กว่ามูลค่าตามบัญชีหรือค่า Book to Market Ratio ต่ำ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมองเห็นอนาคตที่ดี ศักยภาพในการดำเนินงาน และสถานภาพทางการเงินที่ดีของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งอาจสื่อได้ถึงการค้าการลดความเสี่ยงที่น้อย นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ ในทางกลับกัน ถ้าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่ามาก แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งสื่อให้เห็นความ

เสี่ยงที่มีมาก นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงเพื่อให้สอดคล้องกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ๆ

Fama และ French (1992) ได้ทดสอบแบบจำลองทางด้านเศรษฐมิติ (Econometric Model) เพื่อหาผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอเมริกา ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทน ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของตลาด (Market Beta), มูลค่าตลาดของหุ้น (Market Value of Equity) และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้น (Book to Market Value of Equity) โดยพบว่าตัวแปรอิสระ 2 ตัวหลังมีผลกระทบต่อตัวแปรตามหรือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ

Fama และ French พบว่าค่าผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Return Premiums) ไม่ได้มาจากความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) เท่านั้น แต่ยังมาจากความเสี่ยงของขนาด (Size Premium) และความเสี่ยงของมูลค่า (Value Premium) ซึ่งมาจากผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์จำลอง (Mimicking Portfolio) 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่ม SMB ซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดเล็กและกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดใหญ่ 2) กลุ่ม HML ซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง และกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ

ทั้งหมดนี้คือ ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะ ในส่วนของการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ผ่านมานั้น หลักการส่วนใหญ่มาจากการเงินเชิงพฤติกรรม เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากวิธีนี้ เกิดจากปัจจัยด้านจิตวิทยาของนักลงทุนในการตัดสินใจ

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ผ่านมา

การเงินเชิงพฤติกรรม (Bodie, Kane and Marcus, 2003) เกิดขึ้นเมื่อทฤษฎีการเงินแบบเดิมละเลยกระบวนการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งนักลงทุนแต่ละคนทำในสิ่งที่แตกต่างกัน ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์ได้พบข้อมูลความผิดปกติของความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนแต่ละคนที่แสดงออกมาเมื่อต้องตัดสินใจในเรื่องที่ซับซ้อน หลักฐานที่แสดงถึงความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนมี 2 ประการที่สำคัญคือ

1. นักลงทุนไม่ได้มีการใช้หรือประมวลข้อมูลข่าวสารอย่างถูกต้องในทุกครั้ง ซึ่ง
มีผลทำให้มีการนำข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนไปใช้ตัดสินใจ
ลงทุนที่ผิดพลาด
2. นักลงทุนไม่ได้ตัดสินใจที่เหมาะสม หรือ เกิดความลังเลใจที่จะตัดสินใจตาม
ข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่มีอยู่

การที่นักลงทุนไม่มีเหตุผลนั้นไม่ได้ทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ การไม่มีเหตุผล
ของนักลงทุนนั้น สามารถทำให้ราคาผิดไปจากราคาที่แท้จริงได้ แต่ถ้าหากในตลาดมีนักค้ากำไรใน
ส่วนต่าง (Arbitrager) อยู่แล้ว นักค้ากำไรในส่วนต่างเหล่านี้ก็จะลงทุนด้วยการตั้งราคาหลักทรัพย์ที่
ราคาต่ำเกินจริง หรือขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงเกินจริง จนในที่สุดราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหา
ราคาที่แท้จริงได้ ดังนั้น การที่ตลาดจะไม่มีประสิทธิภาพได้นั้นต้องเกิดจากการจำกัดการค้ากำไร
ของนักลงทุนด้วยส่วนหนึ่ง ซึ่งจุดนี้เอง ทำให้การเงินเชิงพฤติกรรมได้รับการวิพากษ์ว่า ไม่ได้มี
บทบาทสำคัญให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ แนวการเงินเชิงพฤติกรรม จึงทำให้เกิดผลตอบแทน
แปลกแยก (Anomalies) หลาย ๆ กรณี เช่น การเกิดแรงเหวี่ยงของผลตอบแทนระยะสั้น หรือการ
วกกลับของผลตอบแทนในระยะยาว ในการค้นคว้าแบบอิสระนี้จะทดสอบ โดยอาศัยสมมติฐาน
ของการตอบสนองเกินจริง ที่ได้นำมาอธิบายการวกกลับ (Reversal) ของผลตอบแทนในระยะยาว

พฤติกรรมตอบสนองเกินจริง (Overreaction)

พฤติกรรมตอบสนองเกินจริง (De Bondt และ Thaler, 1985 อ้างใน Dheerapat, 1997)

1. พฤติกรรมตอบสนองเกินจริง คือการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้น
สามัญในท้ายที่สุดจะให้ผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้ามกับที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน
2. การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรง
ข้ามจากค่าเริ่มต้น
3. การเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในการเกิด
พฤติกรรมตอบสนองเกินจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุนจะมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของกลุ่ม
หลักทรัพย์กำไร โดยพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง เป็นสิ่งที่แสดงถึงการไม่มีประสิทธิภาพของ
ตลาด

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Fama, F., 1976 อ้างใน Dheerapat, 1997) คือตลาดที่มีการจัดสรรทรัพยากร แล้วก่อให้เกิดสวัสดิการสูงสุดแก่สังคม นั่นคือ ราคาต้องเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ถูกต้องแม่นยำในการกำหนดจัดสรรความเป็นเจ้าของทรัพยากร (Resource Allocation) หรือข้อมูลข่าวสารทุกอย่างที่มีอยู่ได้สะท้อนไปสู่การกำหนดราคาได้อย่างเต็มที่ ทำให้การซื้อขายโดยอาศัยข่าวสารนั้น ไม่ก่อให้เกิดกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ ถ้าตลาดในที่นี้หมายถึงตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แล้ว ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ และปรับตัวได้อย่างรวดเร็วต่อข่าวสารข้อมูลใหม่ ซึ่งตลาดในลักษณะนี้ ก็คือ ตลาดแข่งขันสมบูรณ์นั่นเอง ซึ่งมีข้อสมมติภายใต้ตลาดดังนี้

1. จำนวนนักลงทุนที่ทำการซื้อขายในตลาดที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก ทำให้ไม่มีใครสามารถกำหนดราคาได้ ราคาจะถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ นักลงทุนทุกรายมีอิสระในการเข้าหรือออกจากตลาด
2. จำนวนหลักทรัพย์ในตลาดมีมากและมีมาตรฐานใกล้เคียงกัน (Perfectly Standardize and Homogenous) ทำให้หลักทรัพย์สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ (Perfectly Substitute)
3. ไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรม หรือ ซื้อขายหลักทรัพย์ (No Transaction Cost)
4. ไม่มีต้นทุนการได้รับข่าวสารข้อมูล (No Information Cost) และนักลงทุนมีความรอบรู้ (Perfect Knowledge)
5. นักลงทุนมีความเห็นสอดคล้องกันในการแปลความหมายของข่าวสารข้อมูล (Homogenous Expectation) เพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value)
6. นักลงทุนจะเลือกลงทุนเพื่อก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง
7. นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่จำเป็นต้องสืบเสาะหาข้อมูล แต่ใครก็ตามที่เข้าถึงข้อมูลที่ผู้อื่นยังไม่รู้จะสามารถสร้างกำไรได้มาก

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Fama และ French (1992) ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา โดยตั้งสมมติฐานว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ควรประกอบไปด้วย สัมประสิทธิ์ค่าเบต้าใน CAPM, ขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ Fama และ French ทดสอบสมมติฐานโดยสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดต่างกันจำนวน 6 กลุ่ม พบว่า ขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อ

มูลค่าตลาด สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเบต้า เป็นตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญ เมื่อตัวแปรอื่น ๆ เพิ่มเข้ามาในแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์

De Bondt และ Thaler (1985) ได้ศึกษาหุ้นที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในช่วงเวลาหนึ่ง กลับมีแนวโน้มที่จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงในช่วงถัดไป ในขณะที่เดียวกันหุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในช่วงเวลาหนึ่ง กลับให้ผลตอบแทนที่แย่ในช่วงเวลาถัดไป โดยในการศึกษาได้จัดเรียงลำดับหลักทรัพย์ผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อน แล้วจัดเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลการดำเนินงานกลุ่มละ 35 หลักทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ต่าง ๆ เหล่านี้ในช่วง 3 ปีถัดไป พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยหุ้นที่มีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อนที่แย่ที่สุด (กลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน หรือ Loser Portfolio) จะให้ผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 ปีถัดไป สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบไปด้วยหุ้นที่มีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อนที่ดีที่สุด (กลุ่มหลักทรัพย์กำไร หรือ Winner Portfolio) ถึงร้อยละ 25 ผลย้อนกลับ (Reversal Effect) เช่นนี้ บ่งบอกว่า ตลาดตอบสนองเกินจริงต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ เมื่อได้ประจักษ์แล้วว่าการตอบสนองเกินจริง ผลการดำเนินงานของการลงทุนจึงสวนทางกับที่เคยเกิดขึ้น โดยสรุปเป็นประเด็นสำคัญ ๆ ได้ดังนี้

1. พฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง คือ การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ในท้ายที่สุดจะให้ผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้ามกับที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน
2. การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าเริ่มต้น
3. การเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน จะมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของกลุ่มหลักทรัพย์กำไร

พฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงเป็นสิ่งที่แสดงถึงการไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ที่ไม่เป็นไปตามกฎหรือแนวคิด ซึ่งทำให้ผลที่เกิดขึ้นไม่สอดคล้องกับแนวความคิดที่ตลาดมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจเกิดจากผลของลักษณะของกิจการหรือหุ้น หรือช่วงเวลาที่ลงทุน เป็นต้น

ธนวิษ ปัญญาโกษา (2547) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลจากการทดสอบประสิทธิภาพ พบผลตอบแทนสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ มีทิศทางเปลี่ยนแปลงของระดับผลตอบแทนตรงกันข้ามกับระดับผลตอบแทนในอดีต แต่เมื่อพิจารณาถึงค่า t-Value ที่ใช้ทดสอบนั้น แสดงให้เห็นว่า

ในช่วงเวลาการศึกษาคือ ปี 2541-2546 โดยมีช่วงระยะในการทดสอบ แต่ละช่วงย่อย เท่ากับ 1 ปี ไม่มีการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มนต์เดช ชุ่มอินทรจักร์ และ คณะ (2547) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาพฤติกรรม การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ หลังจากการปรับตัวของราคาใน 1 วัน โดยผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงแต่การตอบสนองเกินจริงที่เกิดขึ้นนี้มีลักษณะไม่สมมาตรต่อทิศทางของข่าวสารที่ได้รับ โดยการตอบสนองเกินจริงต่อข่าวดี การตอบสนองเกินจริงจะแสดงให้เห็นในช่วงระยะยาว (90 วัน) ส่วนการตอบสนองเกินจริงจะ แสดงให้เห็นในช่วงระยะที่ไม่เกิน 20 วัน สรุปได้ว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อข่าวใน ทิศทางลบได้เร็วกว่าการตอบสนองเกินจริงของข่าวในทิศทางบวก ผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับ แนวคิดการเงินเชิงพฤติกรรมอีกด้วย

ณัฐพงศ์ รุ่งชื่อ (2547) ได้ทำการทดสอบแบบจำลอง Fama และ French ในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่าขนาดบริษัทและ อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด มี นัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นการ นำปัจจัยดังกล่าวทั้งสองข้างต้น ไปร่วมกับปัจจัยตลาดตามแนวทางแบบจำลองของ Fama และ French จึงส่งผลให้สามารถอธิบายความผันผวนของความเสียงและอัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ดีขึ้น มากกว่าการใช้ปัจจัยตลาดเพียงปัจจัยเดียวตามแบบจำลอง CAPM

กอบสุข สายสิงห์ทอง (2546) ได้ทำการศึกษาลักษณะการปรับตัวเกินปกติของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า โดยรวมแล้ว หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีการปรับตัวเกินปกติ แต่เมื่อทำการศึกษาโดย แยกตามขนาดและประเภทธุรกิจ กลับพบลักษณะการปรับตัวผิดปกติในกลุ่มสื่อสาร กลุ่ม เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ กลุ่มบันเทิงและสันทนาการ กลุ่มพลังงาน กลุ่มพัฒนา อสังหาริมทรัพย์และกลุ่มขนส่งโดยพบในบางช่วงเวลาทดสอบ แต่ไม่พบลักษณะการปรับตัวเกิน ปกติในกลุ่มบริษัทขนาดกลาง ขนาดเล็ก และในกลุ่มธุรกิจประเภทกลุ่มธนาคาร กลุ่มวัสดุก่อสร้าง และตกแต่ง กลุ่มพาณิชย์ และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาการปรับตัวของ กลุ่ม หลักทรัพย์ทั้งแบบที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอดีตสูงและแบบที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในอดีตต่ำ จึงสามารถกล่าวได้ว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะการปรับตัวของ หลักทรัพย์ทั้งในลักษณะการตอบสนองที่เกินจริงและการตอบสนองที่น้อยกว่าที่เป็นจริง

Dheerapat (1997) ได้ศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงแบบรายเดือนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1986 ถึง ค.ศ. 1995 โดยมีระยะเวลาในการทดสอบ

ช่วงละ 3 ปี ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมไม่มีการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง แต่สามารถเกิดการตอบสนองเกินจริงอย่างมีนัยสำคัญได้ในบางช่วง เหตุการณ์พิเศษที่เกิดขึ้น เช่น ช่วงสงครามอ่าวเปอร์เซีย ในปี ค.ศ. 1990 พฤษภาทมิฬ ในปี ค.ศ. 1992 ซึ่งพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงสามารถที่จะพบการเคลื่อนไหวของระดับราคาหุ้นสามัญที่ผิดปกติ

แต่เดิมในการวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ตามแนวทางของ Markowitz (1952) ซึ่งการวิเคราะห์ตามแนวทางนี้จะต้องใช้ข้อมูลเป็นจำนวนมากและต้องอาศัยโปรแกรมคอมพิวเตอร์ ซึ่งทำให้สิ้นเปลืองทรัพยากรทั้งด้านเวลา และค่าใช้จ่ายในการวิเคราะห์ การวิเคราะห์ตามแนวทางของ Markowitz จึงไม่ได้รับความนิยมมากนัก ต่อมาจึงได้พัฒนาแนวคิดของ Markowitz โดยสร้างเป็นแบบจำลองตามปัจจัยความเสี่ยง ความเสี่ยงเดียว (Single factor) หรือ CAPM โดยได้รับความนิยมเป็นอันมาก ต่อมา พบว่าปัจจัยความเสี่ยงเดียวอาจไม่เพียงพอในการอธิบายผลตอบแทน จึงได้พัฒนาแบบจำลองหลายปัจจัย (Multifactor model) ขึ้น เช่น แบบจำลอง 3 ปัจจัย (Three factor model) นอกจากนี้ยังมีการนำแนวความคิดการเงินเชิงพฤติกรรมมา (Behavioral Finance) ใช้ในการอธิบายผลตอบแทน เนื่องจากเป็นแนวความคิดที่ได้รับความนิยมเป็นอันมากในช่วงหลังที่ผ่านมา เนื่องจากและเป็นแนวความคิดที่ไม่ยึดติดกับสมมุติฐานเดิมที่ว่านักลงทุนเป็นผู้ที่ใช้เหตุผลทุกครั้งในการลงทุน ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ซึ่งอาจทำให้เกิดอัตราการตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ขึ้นได้ ดังนั้นในการศึกษานี้จึงได้ทำการจัดกลุ่มตามแนวคิดนี้ด้วย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Copyright © by Chiang Mai University

All rights reserved